

贾祖国
010-88088569
jiazg@cmschina.com.cn

2009年11月11日

世茂股份(600823.SH)/18.21元

低估的商业地产龙头

金融·房地产

目标估值: 25.7元

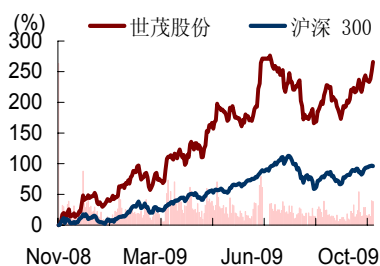
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3175
总股本(万股)	117060
已上市流通股(万股)	47836
总市值(亿元)	213
流通市值(亿元)	87
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	2.0
资产负债率	50.0%
主要股东	上海世茂企业发展
主要股东持股比例	47.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	34	270
相对表现	14	9	176



相关报告

《世茂股份(600823)——商业地产蓝筹, 业绩保证稳固》2009/07/14

资产注入完毕后, 集团对于公司和 A 股市场重视程度有了实质提升, 公司的透明度在不断提高, 公司土地储备在快速增长, 而且公司也拥有先进的商业模式。

- **集团对于公司和 A 股市场重视程度有了实质提升:** 在公司资产注入完毕以后, 集团对于世茂股份和 A 股市场重视程度有了实质性提升, 这体现 3 点: 公司已经强化而且还会继续强化和投资者的交流; 关于公司经营情况的主动信息披露得到了大力提升; 强化公司的土地储备;
- **公司优质土地储备快速增加:** 资产注入后, 公司的土地储备大幅增加。今年以来公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州等地获得了优质的项目储备。目前公司的权益土地储备达到了 622 万平。公司的土地储备异常便宜, 楼面地价仅为 1468 元/平。我们预期公司土地储备将持续、快速增长, 有望在不久的将来突破 1000 万平;
- **商业地产投资机会或已到来:** 随着经济走出低谷, 商业地产也有望随之见底回升; 目前政策鼓励商业地产加速发展。保险资金将可以直接投资商业地产。具体细则即将于近日出台。国内首只股权 REITs 有望在 2010 年 1 季度上市;
- **公司经营情况及业绩预测:** 我们预计 09 年到 11 年, 公司的主营收入分别为 12.0 亿元、59.6 亿元和 89.0 亿元, EPS 分别为 0.11 元、1.03 元和 1.40 元。若考虑到公允价值变动, 则公司的业绩还会有所上升;
- **股票估值及投资评级:** 我们计算公司的 RNAV 为 25.7 元。考虑到公司透明度的大幅提高、正积极增加后续项目储备以及先进的商业模式, 我们认为公司股票的目标价至少应为公司的 RNAV, 也即 25.7 元, 对应公司 2010 年的动态 PE 为 25 倍。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1241	477	1201	5963	8900
同比增长	-41%	-62%	152%	397%	49%
营业利润(百万元)	247	123	250	1806	2695
同比增长	-35%	-50%	103%	623%	49%
净利润(百万元)	66	61	124	1202	1642
同比增长	-45%	-8%	103%	869%	37%
每股收益(元)	0.14	0.13	0.11	1.03	1.40
PE	131.2	142.7	171.8	17.7	13.0
PB	7.2	7.5	8.0	5.5	3.9

资料来源: 招商证券

1、快速增加的低成本土地储备

资产注入后，公司的土地储备大幅增加。今年以来公司又先后在南京、青岛、厦门、无锡、杭州等地获得了优质的项目储备。目前公司的土地储备达到了 735 万平，权益面积为 622 万平。我们预期公司土地储备将持续、快速增长，有望在不久的将来突破 1000 万平。

公司的核心竞争优势在于“拿便宜的土地，卖贵的房子”。目前公司的楼面地价仅为 1468 元/平。

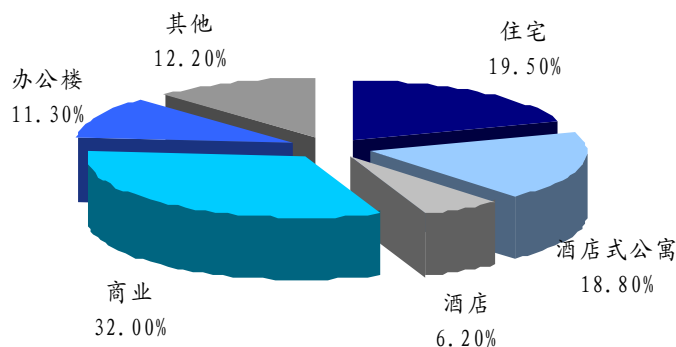
表 1：公司土地储备及楼面地

序号	项目	建面（万平）	土地金额（亿元）	均价（元/平）
1	北京世茂国际中心	21.2	10.03	4732
2	青岛世奥大厦	25.3	9.11	3603
3	常熟世茂世纪中心	109.0	4.73	434
4	苏州世茂运河城	45.8	2.88	630
5	南京世茂滨江新城	145.7	36.61	2513
6	沈阳世茂商业项目	95.0	5.82	613
7	上海世茂新体验项目	37.2	3.33	896
8	常州世茂商业项目	29.0	1.69	583
9	嘉兴世茂商业项目	44.8	1.27	284
10	徐州世茂商业项目	23.3	1.65	707
11	昆山国际城	26.0	1.41	543
12	芜湖世茂商业项目	12.0	1.79	1488
13	昆山世茂华东商城	9.0	1.05	1171
14	北京世茂大厦	7.2	0.00	4732
15	无锡项目	29.0	10.26	3538
16	厦门项目	27.0	7.09	2626
17	绍兴项目	25.0	3.20	1280
18	杭州项目	24.0	6.01	2505
合计		735.5	107.95	1468

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

公司拿地便宜的最主要原因是公司的项目基本上都是综合体项目，竞争者相对少，而且容易卖较高的房价。

图 1：公司产品分布



资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

2、公司信息披露得到强化

在和投资者沟通强化的同时，公司经营情况的主动信息披露也得到了强化。在 09 年 3 季报重，公司关于经营情况的主动信息披露如下，公司透明度大大增加。

表 2：公司未来经营规划目标（万平）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
目标合约销售建筑面积	21	46	72	超过 90
目标合约销售额（亿元人民币）	32	73	98	超过 100
新增经营性物业建筑面积	-	39	8	15
累积经营性物业建筑面积	12	51	59	74
计划新开工面积	27	92	52	68
计划当年施工面积	112	177	161	154
计划竣工面积	26	68	75	73
其中经营性物业面积	13	28	15	-

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 3：计划竣工面积（万平）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
沈阳五里河商业	6	-	-	13
芜湖世茂滨江花园商业	3	9	-	-
常熟世茂世纪中心	8	2	11	10
昆山世茂华东商城	9	-	-	-
北京世茂国际广场	-	4	17	-
苏州世茂运河城商业	-	10	9	2
绍兴商业项目	-	27	-	-
南京项目	-	10	17	18
上海新体验	-	6	-	-
青岛五四广场综合开发	-	-	5	20
徐州新都会商业	-	-	16	-
昆山世茂国际城	-	-	-	10
	26	68	75	73

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

表 4：自持竣工面积（万平）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
芜湖世茂滨江花园商业	-	5	-	-
常熟世茂世纪中心	4	-	-	-
昆山世茂华东商城	9	-	-	-
北京世茂国际广场	-	-	6	-
苏州世茂运河城商业	-	5	-	-
绍兴商业项目	-	18	-	-
徐州新都会商业	-	-	9	-
	13	28	15	-

资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

3、公司业绩预测

根据公司经营目标及我们调研掌握的情况，我们预计，2009 年到 2011 年：

- 公司的主营收入分别为 12.0 亿元、59.6 亿元和 89.0 亿元；
- 归属母公司所有者净利润分别为 1.24 亿元、12.0 亿元和 16.4 亿元；
- 不考虑不超过 1.5 亿股增发摊薄的影响，公司的 EPS 分别为 0.11 元、1.03 元和 1.40 元。

具体结算情况详见表 6。

公司盈利预测表如下：

表 5：公司盈利预测简表

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1241	477	1201	5963	8900
二、营业总成本	994	388	951	4157	6204
其中：营业成本	671	265	565	2577	3640
营业税金及附加	156	44	241	1323	2203
营业费用	41	17	65	113	160
管理费用	48	40	73	134	193
财务费用	69	24	7	9	7
资产减值损失	8	-2	0	0	0
三、其他经营收益	0	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	34	0	0	0
四、营业利润	247	123	250	1806	2695
加：营业外收入	25	22	0	0	0
减：营业外支出	23	1	0	0	0
五、利润总额	249	144	250	1806	2695
减：所得税	109	43	62	452	674
六、净利润	140	102	187	1355	2021
减：少数股东损益	73	40	63	153	379
七、归属母公司所有者净利润	66	61	124	1202	1642
股本（百万）	478	478	1171	1171	1171
每股收益（元）	0.14	0.13	0.11	1.03	1.40

资料来源：招商证券研发中心

其中若考虑到公允价值变动，则公司 2010 年和 2011 年业绩还会相应有所上升。

其中公司公允价值计帐的主要原则如下：

- 自用房地产或存货转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产时，投资性房地产按照转换当日的公允价值计价，转换当日的公允价值小于原账面价值的，其差额计入当期损益；转换当日的公允价值大于原账面价值的，其差额计入所有者权益。
- 公司采用公允价值模式计量投资性房地产，不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，应当以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益，同时考虑递延所得税资产或递延所得税负债的影响。

4、公司 RNAV 计算

我们计算的公司 RNAV 为 25.7 元。

表 2: 公司 RNAV 的计算

	金额
各项目评估溢价 (亿元)	240.9
当前帐面净资产 (亿元)	59.7
重估净资产 (亿元)	300.6
总股本 (亿股)	11.706
RNAV (元)	25.7

资料来源: 招商证券研发中心

各项目详细评估溢价详见下表。

表 6: 公司各项目结算面积预计及重估值计算

项目名称	业态类型	可售面积 (万平)	权益	09 年结 算面积	10 年结 算面积	11 年结 算面积	权益评估溢 价 (亿元)
南京世茂	住宅	120	50%	2.5	8.0	12.0	40.3
	酒店	7.7	50%				0.7
	商业	10	50%				3.8
	车库	8	50%				1.5
福州世茂外滩 花园	商铺及车位	0.7	50%	0.7			0.2
昆山世茂华东 商城	持有商业	9	100%				6.9
上海市南京西 路	持有商业	1	100%				4.0
青岛市项目	住宅及酒店式公 寓	15	75%			3.0	9.8
	酒店	5.1	75%				3.2
	办公楼	2.6	75%				1.6
	车库	2.6	75%				0.7
上海世茂	酒店	13.5	100%				8.6
	商业	23.7	100%		4.0		15.1
北京世茂	酒店式公寓	5.3	100%		3.0	2.3	3.8
	商业	2	100%		1.0	1.0	3.2
	办公楼	4	100%			4.0	3.4
	车库	3.9	100%			3.9	2.7
	持有商业	6	100%				25.2
常熟世茂	酒店式公寓	45	100%	1.5	2.5	8.0	3.6
	商业	29	100%				5.9
	办公楼	19	100%				2.2
	车库	7	100%				0.2
	持有商业	9	100%				3.8
常州世茂新城	商业	29	100%	1.0			8.4
苏州世茂	酒店式公寓	9	100%			3.0	1.0
	酒店	6	100%				1.0
	商业	5	100%				0.8
	办公楼	18	100%		5.0	4.0	2.9
	车库	2.8	100%				0.2

	持有商业	5	100%				1.7
徐州世茂	酒店式公寓	6.4	100%	6.4			0.5
	商业	6.8	100%				1.2
	车库	1.1	100%				0.1
	持有商业	9	100%				3.2
嘉兴世茂	酒店式公寓	15	100%				1.3
	酒店	6	100%				1.5
	商业	16	100%				3.9
	车库	7.8	100%				0.9
昆山世茂国际城	酒店式公寓	10	100%				0.9
	商业	11	100%				2.5
	车库	5	100%				0.6
沈阳世茂	酒店式公寓	35	100%				3.6
	商业	10	100%				5.9
	办公楼	35	100%				4.4
	车库	15	100%				0.6
芜湖世茂	商业	7.3	100%	1.5	3.5	2.3	2.6
	持有商业	4.7	100%				3.6
绍兴世茂	酒店	4	100%		7.0		0.7
	持有商业	21	100%				10.0
华平大厦	持有商业	7.2	100%				7.9
厦门项目	住宅及出售商业	19	51%				4.3
	持有商业	8	51%				6.7
无锡项目	住宅及出售商业	20	25%				1.9
	持有商业	9	25%				2.9
杭州项目	住宅及出售商业	18	100%				1.3
	持有商业	6	100%				1.3
合计		737.2		8.7	34.0	49.9	240.9

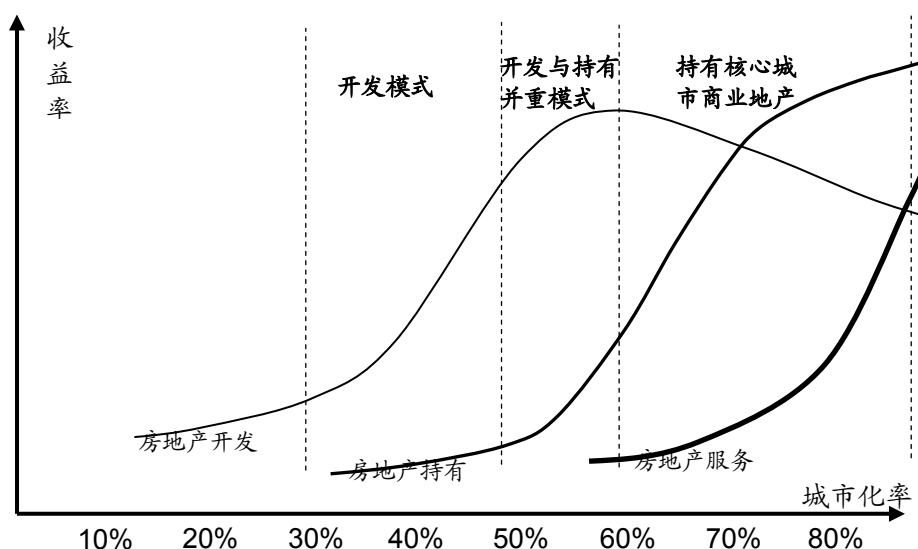
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

5、股票估值及投资评级

公司拥有先进的房地产商业模式。我们在 2009 年 9 月 16 日的《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》中认为地价涨得比房价还快，14 年后人口将形成房价的反转压力，房地产传统的追求高周转的商业模式已经受到了挑战，未来这一模式也很难再为股东和投资者创造超额回报。当前房地产最佳的商业模式以开发为主的“开发+持有”模式——在依靠开发获得短期业绩的同时逐步持有优质的物业。

目前世茂股份拥有先进的商业模式。按公司的经营规划 2009 年到 2011 年，公司的竣工面积分别为 26 万平、68 万平和 75 万平，公司每年将自持的物业就分别达到了 13 万平、28 万平和 15 万平。这样公司一方面短期依靠开发获得了快速的周转和短期相应的高业绩，另一方面也为公司留下了优质的物业，从而逐步积累了持续的发展空间。

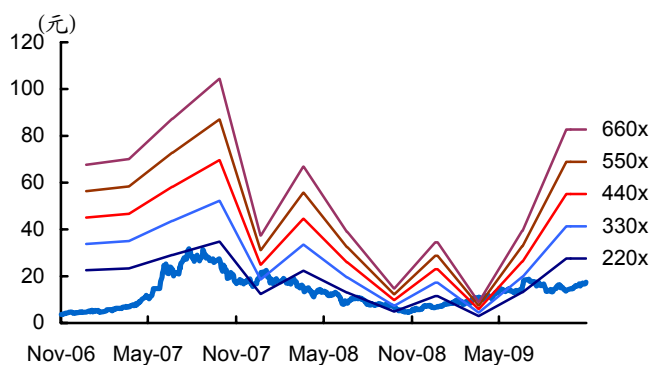
图 2：房地产商业模式与收益率示意图



资料来源：招商证券研发中心

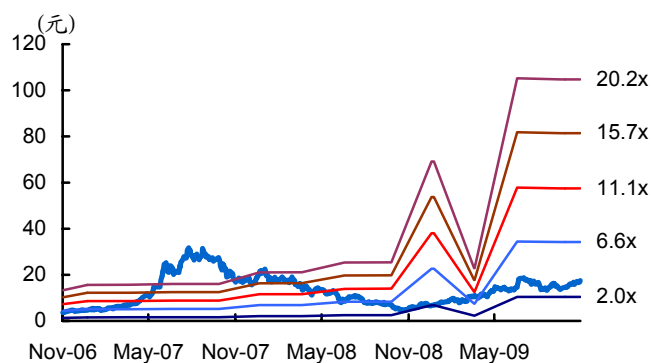
我们计算公司的 RNAV 为 25.7 元。考虑到公司透明度的大幅提高、正积极增加后续项目储备以及最佳的商业模式，我们认为公司股票的短期目标价至少应为公司的 RNAV，也即 25.7 元，对应公司 2010 年的动态 PE 为 25 倍。我们维持公司股票“强烈推荐—A”的投资评级。

图 3：世茂股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：世茂股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2100	1791	4991	12882	18330
现金	791	401	1115	300	498
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	21	7	26	131	196
其它应收款	9	111	120	596	890
存货	1241	1179	3673	11597	16382
其他	38	93	57	258	364
非流动资产	1028	924	731	764	744
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	103	96	133	165	146
无形资产	25	24	22	20	18
其他	899	804	576	579	580
资产总计	3128	2715	5722	13646	19074
流动负债	1368	748	2248	8818	12224
短期借款	200	100	500	652	500
应付账款	482	339	565	2577	3640
预收账款	350	10	565	2577	3640
其他	336	300	618	3011	4443
长期负债	197	449	385	385	385
长期借款	100	385	385	385	385
其他	97	64	0	0	0
负债合计	1565	1198	2633	9203	12609
股本	478	478	1171	1171	1171
资本公积金	289	202	895	895	895
留存收益	451	488	612	1814	3456
少数股东权益	344	348	412	565	944
母公司所有者权益	1218	1169	2677	3879	5521
负债及权益合计	3128	2715	5722	13646	19074

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	504	(666)	(1141)	(907)	358
净利润			124	1202	1642
折旧摊销			16	20	21
财务费用			7	9	7
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(1275)	(2289)	(1691)
其它			(13)	150	378
投资活动现金流	(125)	165	191	(50)	0
资本支出			(50)	(50)	0
其他投资			241	0	0
筹资活动现金流	(166)	111	1664	143	(159)
借款变动			290	152	(152)
普通股增加			692	0	0
资本公积增加			692	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(10)	(9)	(7)
现金净增加额	212	(390)	714	(815)	198

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1241	477	1201	5963	8900
营业成本	671	265	565	2577	3640
营业税金及附加	156	44	241	1323	2203
营业费用	41	17	65	113	160
管理费用	48	40	73	134	193
财务费用	69	24	7	9	7
资产减值损失	8	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	34	0	0	0
营业利润	247	123	250	1806	2695
营业外收入	25	22	0	0	0
营业外支出	23	1	0	0	0
利润总额	249	144	250	1806	2695
所得税	109	43	62	452	674
净利润	140	102	187	1355	2021
少数股东损益	73	40	63	153	379
母公司所有者净利润	66	61	124	1202	1642
EPS (元)	0.14	0.13	0.11	1.03	1.40

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-41%	-62%	152%	397%	49%
营业利润	-35%	-50%	103%	623%	49%
净利润	-45%	-8%	103%	869%	37%
获利能力					
毛利率	45.9%	44.4%	52.9%	56.8%	59.1%
净利率	5.3%	12.8%	10.3%	20.2%	18.4%
ROE	5.4%	5.2%	4.6%	31.0%	29.7%
ROIC	9.2%	4.9%	4.8%	24.8%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	44.1%	46.0%	67.4%	66.1%
净负债比率	11.6%	21.9%	15.5%	7.6%	4.6%
流动比率	1.5	2.4	2.2	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.8	0.6	0.1	0.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.4	0.5
存货周转率	0.8	0.4	0.5	0.8	0.6
应收帐款周转率	77.3	33.8	71.8	75.7	54.4
应付帐款周转率	1.3	0.6	1.3	1.6	1.2
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.13	0.11	1.03	1.40
每股经营现金	1.05	-1.39	-0.97	-0.78	0.31
每股净资产	2.55	2.44	2.29	3.31	4.72
每股股利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	131.2	142.7	171.8	17.7	13.0
PB	7.2	7.5	8.0	5.5	3.9
EV/EBITDA	52.9	111.2	64.3	9.5	6.4

中国当代房地产研究专题系列:

- 《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》 2008/07/18
- 《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》 2008/07/21
- 《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》 2008/09/08
- 《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》 2008/09/17
- 《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》 2008/09/28
- 《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》 2008/10/06
- 《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》 2008/10/10
- 《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》 2009/05/08
- 《中国当代房地产研究专题之九——房地产周期的总结与展望》 2009/05/12
- 《中国当代房地产研究专题之十一——城市兴衰的总结与展望》 2009/06/03
- 《中国当代房地产研究专题之十一——美国 REITs 行业概要》 2009/07/14
- 《中国当代房地产研究专题之十二——房地产与人口的总结与展望》 2009/08/18
- 《中国当代房地产研究专题之十三——房地产商业模式的总结与展望》 2009/09/16

海外房地产企业研究专题系列:

- 《海外房地产企业研究专题之一——波士顿地产: 美国最大的上市写字楼 REIT》
2009/07/14
- 《海外房地产企业研究专题之二——世邦魏理仕: 全球房地产服务业龙头》 2009/09/04
- 《海外房地产企业研究专题之三——帕尔迪: 全球房地产开发业龙头》 2009/09/22

全球房地产月报系列:

- 《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》 2009/02/06
- 《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》 2009/03/04
- 《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》 2009/05/08
- 《全球房地产行业 2009 年 5 月月报》 2009/06/05
- 《全球房地产行业 2009 年 6 月月报》 2009/07/09
- 《全球房地产行业 2009 年 7 月月报》 2009/08/10
- 《全球房地产行业 2009 年 8 月月报》 2009/09/06
- 《全球房地产行业 2009 年 9 月月报》 2009/10/12
- 《全球房地产行业 2009 年 10 月月报》 2009/11/11

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，6 年证券从业经验。05 年进入招商证券研发中心，先后从事策略与债券研究。目前为招商证券研发中心副董事，房地产行业分析师。08 年《新财富》房地产行业最佳分析师，07 年《新财富》债券（团体）最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。